

Märkte

Alle Börsen, Devisen, Obligationen, Rohstoffe im Monitor ab Seite 28

- 16 Frankenobligationen performen
- 16 Asiaten dürfen nicht IWF-Chef sein
- 17 «Trump wird wiedergewählt»
- 19 «Baisse in den nächsten 18 Monaten»

Unsere Zukunft mit Negativzinsen

Hypotheken, Pensionskassen, Banken, Anleihenmärkte – wenn sich die Erwartung festsetzt, dass der Zins unter null bleibt, kann sich einiges ändern.

ALEXANDER TRENTIN

Statt der lange beschwörten Zinswende sehen die Finanzmärkte nun die Geldpolitik weltweit auf einem Lockerungskurs. Für die Schweiz und die Eurozone heisst das: Die Zinsen könnten weiter unter null rutschen. Für viele Wirtschaftsakteure wächst der Druck, sich umzustellen. Althergebrachte Gesetzmässigkeiten werden ausgehebelt. «Finanz und Wirtschaft» präsentiert vier Thesen zum grossen Umbruch.

«Mit der EZB gibt es einen Anleihenkäufer, der sich nicht um den Preis schert.»

JIM LEAVISS

Leiter Anleihen, M&G

THESE 1: Gegen Anleihen zu wetten, bleibt ein «Witwenmacher». Immer wenn die Zinsen neue Tiefst erreichen, werden warnende Stimmen laut, die von einem Engagement in Staatsanleihen abraten. Deren Kurse steigen, doch damit wächst das Risiko. Denn wenn die Zinsen wieder steigen, dann fallen die Anleihenkurse.

Glaubt man, dass die Zinsen zum historischen Durchschnitt zurückkehren, sollte man gegen Staatsanleihen wetten. Doch damit lag man in den letzten Jahren falsch. Wer in schweizerische und deutsche Bundesanleihen mit langer Laufzeit investierte, konnte seit Anfang 2008 den Wert mehr als verdoppeln (vgl. Grafik 1).

Als «Witwenmacher» – «Widow Maker» – bezeichnet Jim Leaviss, Anleihenchef des britischen Fondshauses M&G, daher die Positionierung gegen lang laufende Staatsanleihen.

Selbst bei negativer Rendite bleibe ihre Sicherheit gefragt.

Zudem erwarten Finanzmarktakteure, dass die Europäische Zentralbank im Rahmen des Quantitative Easing (QE) bald wieder als Anleihenkäufer aktiv wird. «Das neue QE könnte ein Limit je Emittent von 50%

statt 33% haben – so könnte die EZB mehr Bundesanleihen kaufen», so Leaviss. «Mit der Zentralbank gäbe es einen Käufer am Markt, der sich nicht um den Preis schert.»

Daneben gebe es weitere Anleger, die negativ rentierende Bonds kauften. Leaviss erklärt: «Banken und andere Institutionen brauchen sie zur Hinterlegung von Kapital oder als Sicherheitspfand für Wertpapiergeschäfte.»

«Negativ verzinsten Hypotheken kommen wohl nicht in der breiten Masse.»

STEFAN A. HEITMANN
CEO, MoneyPark

Zumindest auf absehbare Frist sei das Potenzial für weitere Kursgewinne bei Anleihen aber begrenzt, sagt Leaviss. Um ein Absacken lang laufender Renditen z. B. auf -2% zu erreichen, brauche es tiefere Leitzinsen von etwa -1,2%. Aber: «Solch tiefe Zinsen halte ich nicht für wahrscheinlich, da dann das Horten von Bargeld beginnt.» In einer bargeldlosen Ökonomie wäre das anders – «dann könnten wir uns an tiefere Zinsen von vielleicht -5% gewöhnen.»



Die Zinsen werden wohl weiter unter null sinken – für viele Wirtschaftsbereiche wird das zum Tauchgang ins Unbekannte.

THESE 2: Negativzins-Hypotheken lassen auf sich warten. Zwar gibt es bereits Immobilienkredite mit Zinsen unter null, doch nur für Unternehmen und auf kurze Frist. Das könnte so bleiben, auch wenn die Leitzinsen und Anleihenrenditen weiter sinken: «Selbst wenn am Swapmarkt der Satz auf -1% fällt, kämen negativ verzinsten Hypotheken wohl nicht in der breiten Masse», sagt Stefan Heitmann, CEO der Hypothekenberatung MoneyPark.

Auch im oft als Beispiel angeführten Dänemark seien Sätze unter null die Ausnahme, «und wegen den Gebühren bekommen Kunden dort kein Geld zurück.» Gemäss der monatlichen FuW-Erhebung bei Hypothekenanbietern sind die durchschnittlichen Sätze zwar besonders für langlaufende Kredite am Sinken, notieren aber noch deutlich positiv (vgl. Grafik 2).

Da Banken die Einlagen der meisten Privatkunden nicht mit einem Negativzins belasten, gehen sie auch beim Hypozins nicht unter null. «Konkurrenten wie die Pensionskassen machen bisher nur einen kleinen Teil des Hypothekemarkts aus», sagt Heitmann. Und wenn die Banken die Nullgrenze einhalten, «werden Versicherungen und Pensionskassen vorerst keinen Drang verspüren, Hypotheken viel günstiger oder gar negativ zu offerieren.»

Martin Spillmann, Professor am Institut für Finanzdienstleistungen Zug, erwartet hingegen selbst bei nicht mehr sinkenden Leitzinsen weiter fallende Hypothekensätze, wegen der Konkurrenz zu den Banken: «Versicherer und Pensionskassen suchen oft Anlagen mit längerer Laufzeit.» Diese müssten sie wegen ihrer langlaufenden Verpflichtungen nicht absichern – weshalb sie, anders als Banken, nicht auf den Geldmarkt angewiesen sind. Die richtige Laufzeit hängt vom individuellen Kreditnehmer ab, aber grundsätzlich plädiert Heitmann für längere Fristen: «Libor-Hypotheken kosten im Moment so viel wie solche mit sechsjähriger Laufzeit.» Selbst bei fallenden Zinsen seien Libor-

Hypotheken keine gute Wahl: «Oft verpflichtet man sich, drei Jahre bei der gleichen Bank zu bleiben – so kann man nicht die günstigere Konkurrenz nutzen.»

THESE 3: Pensionskassen legen riskanter an. Wenn Anleihen weniger rentieren, ist für Vorsorgeinstitute die Suche nach Alternativen immer drängender. «Will man das Renditeniveau halten, muss man in riskantere Anlagen wie Aktien und Immobilien umschichten», sagt Heinz Rothacher, Chef des Investmentspezialisten Complementa. Besonders Obligationen in Franken würden weiter abgebaut werden.

Die Pensionskassen könnten damit vermehrt mit Banken in Wettbewerb treten: Hypotheken gelten als risikoarm und bieten mehr Rendite als Anleihen – kein Wunder, sind die meisten Pensionskassen schon im Markt aktiv (vgl. Grafik 3). «Doch es dürfte für Pensionskassen schwierig sein, im grossen Stil neue Hypotheken zu

vergeben», erwartet Rothacher. Grund sei die fehlende Infrastruktur. Der Hypothekenanteil am Gesamtvermögen ist gemäss einer Studie von Swisscanto mit 1,3% noch sehr gering (vgl. Grafik 4). Auch sind schweizerische Immobilien laut Rothacher keine ausreichende Alternative: «Sie sind schon jetzt ein knappes Gut.»

«Um das Renditeniveau zu halten, muss man in riskantere Anlagen gehen.»

HEINZ ROTHACHER
CEO, Complementa

Alternative Anlagen wie Private Equity würden von den Kassen weiter ausgebaut, erwartet Rothacher: «Hier gibt es noch Luft nach oben» – gemäss der Verordnung für Pensionskassen liegt das Limit bei

15%. Am Ende lande man bei einem Anlagekonzept wie beim Stiftungsfonds der Harvard University: «Der Fonds hält zum grössten Teil Aktien und Private Equity.»

THESE 4: Die Banken müssen umdenken. «Die Nullgrenze für Zinsen auf Kundeneinlagen zerstört das Geschäftsmodell der Banken», erklärt Martin Spillmann. Nach einer Umfrage von Ernst & Young stöhnen zwei Drittel der schweizerischen Finanzinstitute unter Margendruck durch die tiefen Zinsen (vgl. Grafik 5). Für Spillmann ist klar, dass der Druck wächst, mehr Privatkunden mit Negativzinsen zu belasten. Unter den befragten Banken sinkt der Anteil derer, die Privatkunden auf jeden Fall davor schützen wollen (vgl. Grafik 6).

«Banken könnten ihr Geschäftsmodell diversifizieren – das ist aber teuer.»

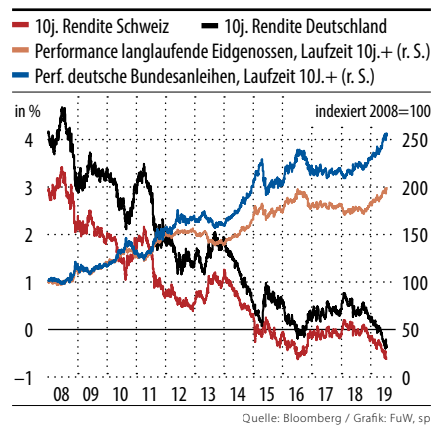
MARTIN SPILLMANN
Professor, IFZ

Alternativ könnten die Banken bei den Gebühren «erfinderischer» werden, sagt Spillmann. «Eine weitere Möglichkeit für die Banken ist, das Geschäftsmodell zu diversifizieren – sich etwa auf die Vermögensverwaltung zu konzentrieren.» Doch das sei teuer und anspruchsvoll. Für eine Retailbank sei das schwerlich machbar.

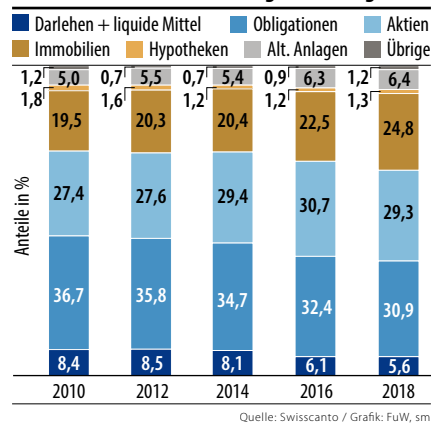
Kosten die Kundeneinlagen mehr Geld, als die Bank auf der Passivseite damit verdient, dann «müssten die Banken eigentlich ihre Bilanz reduzieren.» Der Effekt wäre «pervers», da dies die Kreditvergabe einschränke – was die Wirtschaft belastet. Um doch noch eine Marge zu erzielen, erwartet Spillmann, dass Banken schlechtere Kreditrisiken auf sich nehmen: «Niemand will weniger verdienen.»

FAZIT: Je mehr die Akteure in der Wirtschaft davon überzeugt sind, dass die Zinsen unter null bleiben, desto stärker sind die Auswirkungen zu spüren. Die Immobilienfinanzierung wird günstiger. Die Anleihen bringen Kursgewinne, trotz negativer Renditen. Die Pensionskassen riskieren mehr mit dem Vermögen der Versicherten, und die Banken müssen ein neues Geschäftsmodell finden.

1 Anleihen: Rendite und Performance



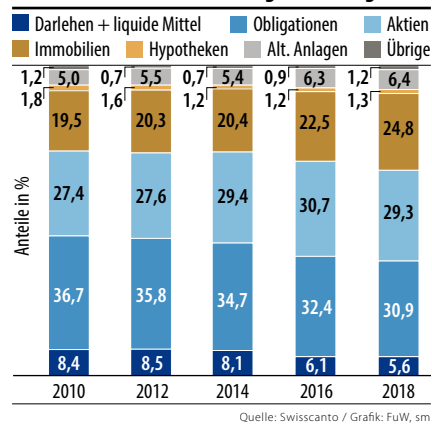
2 Hypotheken: Zinssätze Schweiz



3 Pensionskassen: In Hypotheken investiert?



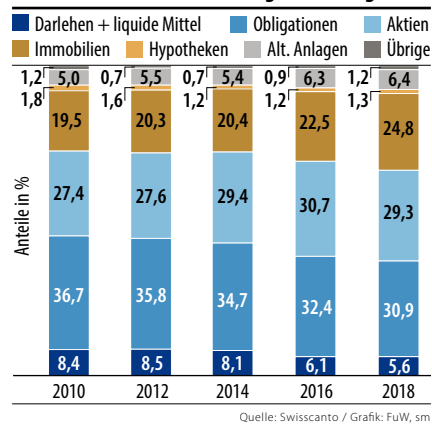
4 Pensionskassen: Verteilung über Anlagen



5 Banken: Konsequenzen der Tiefzinsen



6 Banken: Negativzinsen bei Privatkunden?



Quelle: Bloomberg / Grafik: FuW, sp

Quelle: Anbieter, FuW / Grafik: FuW, sp

Quelle: Moneypark / Grafik: FuW, sm

Quelle: Ernst & Young / Grafik: FuW, sp

Quelle: Ernst & Young / Grafik: FuW, sm

BILD: GETTY IMAGES